

论 文 摘 要

学校编码: 10384

分类号: _____ 密级: _____

学 号: X9915009

UDC: _____

学 位 论 文

我国私募证券投资基金问题初探

A Discussion on Some Issues of Private
Investment Funds in China

吴 文 生

指导教师姓名: 吴 世 农 教 授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称 : 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2002 年 3 月

论文答辩日期: 2002 年 3 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2002 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2002 年 3 月

论文摘要

在中国大力发展以证券投资基金为代表的机构投资者对消除中国资本市场的制度性缺陷，推动资本市场的健康发展具有积极的意义。基金作为一种投资工具，具有“集合资金、专家理财、组合投资、分散风险”的特点，既弥补了单个个人在投资机会方面的不足与限制，又满足了人们受限于银行储蓄而愿意更广泛地参与投资的要求。在国外发达国家资本市场中，基金产业已经与银行业、证券业、保险业并驾齐驱，成为现代金融体系的四大支柱之一。

据人民银行非银司司长夏斌调查，至2001年7月我国私募基金已经达到8000亿元的规模，占流通股市值16000亿的1/2。经过了数载股市风雨历练的私募基金，无论从规模还是成熟度讲，都比公募基金有过之而无不及。

本文针对我国证券投资基金发展过程中，仍不具有法律地位的私募基金发展规模及影响大大超出合法的公募基金的奇特现象，借鉴国外基金研究与实践的经验，比较及分析公募与私募基金的优劣，对私募基金在我国资本市场发展的原因进行分析研究，并对我国私募基金的改革规范提出一些初步的建议。

全文分为三部分：

第一章：私募基金概述。回顾国外投资基金发展的历史与现状，重点分析总结国外私募基金在基金业发展过程中值得借鉴的主要经验，同时重点分析私募基金的特征并同公募基金进行比较。

第二章：证券投资基金在我国的实践——意义、现状和问题。回顾公募证券基金在我国的发展状况，分析私募基金形成并发展的原因。研究揭示：私募基金是由我国证券市场适应金融市场化的需求而自发创新出来的一种投资工具，它的产生和发展与中国证券市场的制

度缺陷有着密切的联系，既有其合理性和必然性，又存在着无序性和盲目性，因而运作很不规范，与各种违法违规行为相互掺合，存在许多问题，随着规模的不断扩大，其累积的风险已经演变为证券市场的系统性风险之一。

第三章：我国私募基金的改革建议。（1）私募基金规范化研究。（2）我国私募基金的宏观管理政策建议。（3）我国私募基金的监管政策建议。（4）我国私募基金的运作建议。

作者认为：1、对于在我国现阶段的市场，规范发展私募基金有利于资本市场的发展。一方面是因为目前银行储蓄收益率较低，广大居民有很强的投资欲望；另一方面是我国证券市场已具相当规模，为私募证券投资基金提供了比较充分的风险控制工具，创造了比较好的市场环境。因此，借鉴国外经验，发展规范的私募证券投资基金，既可以满足各类投资者投资的需求，同时也能促进我国证券市场的健康发展。2、法制化是私募基金规范化的前提，完善资本市场制度体系是私募基金规范发展的根本保证，建立严密的风险防范体系是防范私募基金风险的重要手段。

关键词：私募基金；证券市场；中国。

Abstract

As an investment instrument, investment fund has the distinct advantage of combining capital, financial management expertise, and portfolio investment and risk diversification. In China, as a report by Xiabin, an official of the People's Bank, the private investment fund has reached to about 800 billions RMB which is one half of the current market value in the stock market. But the current private securities fund in the capital market in China is an auto-creation investment tool, which has provided additional investment opportunity for public in China. However, as the growth of the private investment fund, the accumulated problems are obvious and potential. The funds have not been legally approved by the government, and they have added some potential risk into the market due to their fast expansion without necessary administration and supervision.

As to the fast growth in scale and influence from the private investment funds, they have affected the market sometimes more than the legal investment funds. This paper studies and compares the characteristics of the private investment funds and legal investment funds, and points that the appearance of private investment funds is associated with the defecting system of the stock market. The author argued that the appearance of the private funds partially is natural and reasonable, but also out of order and conflict due to their irregular operation in the market. This paper contains three chapters:

Chapter One reviews the private investment fund. It first reviews the history and status of the private investment funds abroad and then summarizes some lesson worthy to China. The author also analyzes and compares the characteristics of the two types of the funds.

Chapter Two discusses the practice of the securities investment funds in China,

including its implications, current status and problems.

Chapter Three proposes some suggestions for reforming and managing the private investment funds in China. The author emphasizes that the private investment fund is feasible to the market development, however, the funds must be legally regulated and managed.

Key Words: Private Investment Fund; Security Market; China.

目 录

论 文 摘 要	2
Abstract	4
目 录	6
前 言	1
第一章 私募基金概述	3
第一节 投资基金的发展与分类	4
一、投资基金发展概况	4
二、投资基金的分类	5
第二节 私募基金简介	6
一、私募基金的概念	6
二、私募基金的分类	7
第三节 私募基金与公募基金的比较分析	8
第四节 国外私募基金的主要监管方式	10
一、美国私募基金管理模式	11
二、英国投资基金监管模式	13
第五节 私募基金的运作与风险	14
一、运作特点	14
二、主要投资策略	15
三、案例研讨 美国长期资本管理公司兴衰原因剖析及启示	16
第二章 证券投资基金在我国的意义、现状和问题	23
第一节 在我国发展证券投资基金的重要现实意义	27
一、国外发达资本市场上机构投资者的运作现状及借鉴意义	27
二、在我国发展证券投资基金的重要现实意义	28
第二节 我国证券投资基金的发展状况及问题	31
一、我国基金业发展情况	31
二、我国证券投资基金发展面临主要问题及风险	35
三、我国证券投资基金运作评价	36
第三节 中国私募基金的现状和问题	41
一、我国私募基金现状	41
二、我国私募基金发展的主要原因研究	44
三、中国私募基金存在的问题	51
第三章 我国私募证券投资基金的改革建议	55
第一节 私募基金规范化研究	55
一、规范解决私募基金的主要工作	55

二、私募基金立法的思考	56
第二节 我国私募基金的宏观管理政策建议	57
一、明确私募基金的行政监管机构	57
二、严格审核私募基金管理人和发起人的资格	58
三、通过立法规范私募基金的资金来源和限制其投资方向	59
四、对《合伙企业法》补充完善以方便私募基金的运作	60
五、资本市场制度体系的改革完善	61
六、规范我国目前私募基金的建议	61
第三节 我国私募基金的监管政策建议	64
一、建立多层次全方位的监管体系	64
二、建立严密的风险管理制度	65
第四节 我国私募基金的运作建议	66
一、我国私募基金的运作机制思考	66
二、建立成熟有效的内部制衡治理机制	72
主 要 参 考 文 献	75
后 记	77

前言

20 世纪 60 年代末,以 E·法马(Eugene Fama)为代表的一些西方经济学者提出了有效资本市场假设(Efficient Market Hypothesis),成为目前西方较为流行的资本市场理论。有效资本市场假设对经济发展的意义体现在:因为资本市场上各种证券的价格能充分反映所有可能获得的市场信息,而价格信号又是资本市场中资本有效配置的内在机制,所以,一个有效率的资本市场会迅速准确地把资本导向收益最高的企业,当然以上理论是以发达的市场经济为背景的。

现代资本市场发展理论以资本市场上的信息不对称为基础,逐步放宽传统理论中关于完全竞争市场的各种假定,强调资本市场上的各类经济为主体相互作用所导致的均衡的重要性。由于信息的不对称,市场主体行为中可能发生“逆向选择”(Adverse Selection)和“道德风险”(Moral Hazard)问题,资本市场的发展对促进信息公开,减低信息不对称的不利影响,健全企业治理机制具有重要意义。

中国资本市场的发展仅有 10 多年的历史,对资本市场发展理论是以借鉴国外理论为主发展起来的,对资本市场作用的认识,比较一致的意见是认为资本市场具有“筹集资金、转换机制、优化资源配置和分散风险”的功能¹。但是大量的理论与实证的研究表明中国资本市场存在“重融资、轻管理”、“圈钱”、虚假重组及造假等等一系列问题,导致中国股票市场就像一个“大赌场”,中国资本市场的功能根本没有得到应有的发展²。

以证券投资基金为主要力量的机构投资者对于资本市场的协调发展,消除资本市场信息不对称,提高资本市场以上几个主要功能的发挥,促进中国资本市场的健康发展具有重大意义。

¹周正庆主编:《证券知识读本》、《证券市场讨论》,中国金融出版社,1998 年。

²张志雄:《放量:中国股市事变亲历记》,海南出版社,2001 年。

上世纪 70 年代中后期，随着世界投资规模的剧增，现代金融业的创新，品种繁多、名目各异的基金风起云涌，形成了一个宏大的产业。基金作为一种投资工具，具有“集合资金、专家理财、组合投资、分散风险”的特点，既弥补了单个个人在投资机会方面的不足与限制，又满足了人们受限于银行储蓄而愿意更广泛地参与投资的要求。基金产业已经与银行业、证券业、保险业并驾齐驱，成为现代金融体系的四大支柱之一³。

本文针对我国证券投资基金发展过程中，仍不具有法律地位的私募基金发展规模及影响大大超出合法的公募基金的奇特现象，借鉴国外基金研究与实践的经验，比较及分析公募与私募基金的优劣，对私募基金在我国资本市场发展的原因进行分析研究，对我国私募基金的规范化、合法化进行探讨，并提出一些初步的建议。

³ 陈立主编：《影响未来的中国基金产业》，中国财政经济出版社，2001 年版。

第一章 私募基金概述

上世纪 90 年代以来，私募基金在国际金融市场上发展十分迅速，并已占据十分重要的位置，同时也培育出了像巴菲特、索罗斯这样在国际金融市场上呼风唤雨的投资大师和国际金融“狙击手”。我们可通过在国际金融市场上像幽灵般四处游荡并且频频兴风作浪的对冲基金，如大名鼎鼎的“量子基金”、“老虎基金”，这些国外最典型的私募基金的报道分析中来初步认识私募基金。这些金融“大鳄”在东南亚金融危机中屡屡出手，让我们清晰地感受到它们所具备的惊人威力。

目前我国证券市场上具有法律地位的证券投资基金都是公募的，还没有公开合法的私募证券投资基金，国内现有私募基金性质的基金只能默默无闻地生存在不见阳光的地下世界里。很多投资者对私募基金谈虎色变，一提起私募基金就将它与非法集资、金融欺诈和股市动荡的罪魁祸首联系在一起。2000 年《投资基金法》（征求意见稿第四稿）增加了“对特定对象募集的基金”条款，以及“中科创业”事件所暴露出的庄家吕梁，引起社会各界人士对私募证券投资基金的广泛关注，长期潜伏于地下的私募基金神秘面纱被逐步撩开，有关评论、报道不断见诸报刊，由人行总行夏斌司长的“中国私募基金报告”⁴和中国证监会的“私募基金调查报告”更是激化了业界对私募基金的种种争议。

那么，我们应该如何全面客观地看待私募基金这一新生事物？如何控制私募基金的潜在风险？中国应该如何发展和规范私募基金？为了回答这些问题，必须尽快了解并掌握私募基金这种投资工具。为了能够全面清晰地了解私募基金的来龙去脉，我们首先研究私募基金及其所在的家族——投资基金。

⁴ 夏斌：“中国私募基金报告”，《财经》，2001 年 7 月 5 日刊。

第一节 投资基金的发展与分类

一、投资基金发展概况⁵

投资基金的出现及发展是与世界经济的发展密切相关的。19 世纪, 英国工业革命和产业调整极大地刺激了生产力的发展, 英国经济获得了高速增长, 社会财富和国民财富迅速增加。英国投资者为了追求比国内更高的利润, 同时克服因地域、人文及语言等诸多障碍引起的风险, 有人提出了将众人资金集中起来, 委托专职人员进行经营和管理, 以便减少投资风险的构想。这一构想很快便得到了政府和议会的认可与赞许, 英国政府批准成立了一家海外投资实体, 这个海外投资实体便是世界上出现的首家投资基金, 即英国“海外及殖民地政府信托”(The Foreign and Colonial Government Trust), 它成立于 1868 年。这家基金与现代意义上的投资基金相比, 还不那么规范和完善, 但它毕竟在许多方面为现代投资基金的产生奠定了基础, 金融史学家们均将它视为现代投资基金的雏形。

第一次世界大战以后, 欧美国家的经济获得了一段相对稳定的发展, 证券业在这些国家里也得到了相应的发展, 随之而来的是投资基金业的广泛兴起。1921 年 4 月, 美国组建了国内第一个共同基金组织“美国国际证券信托基金”(International Securities Trust of America)。1924 年, 由 200 名哈佛大学教授出资 5 万美元在波士顿成立的“马萨诸塞投资信托基金”则更具现代面貌。到 1930 年底, 在基金发源地的英国正式注册运作的基金公司已达 200 多家。1934 年英国成立了一家名为“海外政府契约信托”(The Foreign Government bond Trust) 的新基金。在这家基金的信托契约中, 除明确写明基金公司应以净资产值赎回基金单位外, 还指出该基金为灵活的投资组合, 从而显示出世界投资基金业的发展已进入成熟阶段。

第二次世界大战之后, 各发达国家的政府更加认识到投资基金业的重要

⁵ 本节内容参阅并采用陈立主编:《影响未来的中国基金产业》, 中国财政经济出版社, 2001 年版。

性，以及它对稳定金融及证券场所起的作用，大大提高了对投资基金业的重视程度。各国政府根据本国金融业的发展状况，相继制定了一系列有关法律、法规，规范和发展投资基金业。像美国政府对国内的投资基金业进行了多次改革，先后制定了《公司法》、《证券投资信托法》、《投资公司法》等，以法律的形式明确了投资基金的宗旨、作用，以及运作规范，为投资基金业的发展提供了良好的外部条件。

亚洲投资基金业的发展较西方国家晚了 100 多年，从 20 世纪 50 年代起，亚洲的一批新兴工业化国家和地区才开始引进西方的投资基金业务。新加坡、韩国、马来西亚、印度尼西亚、中国香港、菲律宾，泰国和中国台湾等一些国家和地区都建立了为数众多、形式多样的投资基金。

投资基金出现在香港特别行政区最早是在 1960 年。由于经济发展水平的局限以及投资者对基金并不了解等原因，20 世纪 70 年代以前，香港基金市场的发展并不理想。进入 80 年代以后，投资基金的发展呈现生机，基金数目和资产总值迅速上升，成为除日本以外亚洲最大的投资基金管理中心。进入 90 年代，香港投资基金的发展承接了 80 年代末期的强劲势头，截至 1997 年底，香港共有 46 家基金管理公司，788 个投资基金，基金资产总值约为 638.59 亿美元。

投资基金业与其他金融行业相比具有不同的特征，在海外，金融领域多行业竞争、共同繁荣的局面由来已久，基金产业已经与银行业、证券业、保险业并驾齐驱，成为现代金融体系的四大支柱之一。由于投资基金具有方便投资、专家管理，分散风险和规模经济等优势，现已成为风靡全球的大众投资方式。

二、投资基金的分类

投资基金的分类方法有很多，按照不同依据划分的基金种类之间，有的毫不相关，也有的互相交融。下面是一些常见的划分方式：

1、按基金单位可否增加或赎回划分。

按基金单位可否增加或赎回划分，分为开放式基金和封闭式基金。

2、按组织形态划分

按组织形态划分，可分为公司型投资基金和契约型投资基金。

3、按投资风险与收益划分

按投资风险与收益不同划分，可分为成长型投资基金、收入型投资基金和平衡性投资基金。

4、按募集方式划分

按募集方式划分，可分为公募投资基金和私募投资基金。

从以上几个划分方式，私募投资基金就是指“通过非公开方式，面向少数个人或机构投资者募集资金而设立的投资基金”。

此外，根据投资对象的不同还可分为股票投资基金、产业投资基金、债券投资基金、货币市场投资基金、期货投资基金、期权投资基金、指数投资基金和认股权证投资基金等。根据资本来源和运用地域的不同，分为国际基金、海外基金、国内基金、国家基金和区域基金等。根据投资货币种类的不同，可分为美元基金、日元基金和欧元基金等。

从上述的分类我们可以看出，私募基金是投资基金家族中按募集方式分类时，与公募投资基金相对应的一类基金。

第二节 私募基金简介

一、私募基金的概念

私募基金，是指通过非公开方式，面向少数个人或机构投资者募集资金而设立的投资基金。由于私募基金的销售和赎回都是通过基金管理人与投资者私下协商来进行的，因此它又被称为“向特定对象募集的基金”⁶。

⁶ 《投资基金法》征求意见稿第四稿

二、私募基金的分类

1、按投资品种来区分

如果就投资品种来区分，私募基金可分为证券投资基金和创业投资基金两类。证券投资基金是以投资证券及金融衍生品为主，对冲基金是其典型代表。创业投资基金是以投资产业为主的基金，主要以风险投资或创业投资基金为主。

上述两类私募基金中，前者直接在金融市场上运作，也是我们通常所理解的私募基金，这也是本文主要的研究对象。后者则和证券市场基本无关，属于私募风险投资基金，或曰创业基金或种子基金。本文后面的描述中，除特别注明外，所谓“私募、公募基金”皆指“私募、公募证券投资基金”。

2、按开放程度来区分

如果就开放程度来区分，则私募基金可分为开放式、半开放式和封闭式三类。开放式私募基金的投资者随时可以买入和赎回基金单元，资金稳定性差，运作难度也大，私募基金中采用完全开放形式的不多见。半开放式私募基金介于完全开放与完全封闭之间。封闭形式可以是基金私募成立后每隔一段时间投资者才允许进行基金单元的买入和赎回；可以是基金成立后投资者可以随时买入基金单元，但只有在特定的时间才允许赎回，或投资者可以随时赎回基金单元，但只在特定的时间才允许买入。

3、按组织形态来区分

如果就组织形态来区分，则私募基金可分为公司式、契约式和金钱信托式三种。公司式私募基金的公司架构完整且运作规范。这在国外就是基金公司、投资公司等，其股东数量不多，出资额较大，基金管理人下达交易指令并收取资金管理费与效益激励费，资金账户则有固定的金融机构托管。基金公司的交易平台和资金划拨平台彼此分离，以防止内部操纵。基金公司的注

册资本每年在某个特定的时点重新登记一次，进行名义上的增资扩股或减资缩股，其实质是一种随时扩募但每年只赎回一次的公司式私募基金。公司式私募基金有一个缺点，即存在双重征税。既要以公司的名义交纳各种经营税费，又要以个人名义交纳股东分红带来的个人所得税。契约式私募基金的组织结构比较简单，一般是证券公司作为基金的管理人，选取一家银行作为其托管人，募集到一定数额的金额开始运作，每个月开放一次，向基金持有人公布一次基金净值，办理一次基金赎回。证券公司作为基金管理人，根据业绩表现收取一定数量的管理费。金钱信托式私募基金的实质就是全权委托理财，它在设立和扩募时表面上是与每个客户签订委托理财协议，但这些委托理财账户总体上合在一起进行基金式运作，在买入和赎回基金单元时，按基金净值进行结算。其交易既有可能是每个基金持有人单独开立交易账户并全权委托，也可能是基金持有人控制一个主账户，但分仓操作。

第三节 私募基金与公募基金的比较分析

与公募基金相比，私募基金具有十分鲜明的特点，也正是这些特点使其具有公募基金无法比拟的优势。私募基金与公募基金的主要区别见表 1-1。

另外私募基金具有一个显著的特点就是：基金发起人、管理人必须以自有资金投入基金管理公司，一旦发生亏损，亏损首先由基金管理者来承担，基金运作的成功与否与他们的自身利益紧密相关，私募基金的发起人、管理人与基金是一个唇齿相依、荣辱与共的利益共同体，这在一定程度上解决了公募基金的基金经理人利益约束弱化、激励机制不够等弊端。

表 1-1： 私募基金与公募基金的主要区别

内容	私募基金	公募基金
募集方式	非公开募集	公开募集
募集对象	法律规定的少数有资格的投资者，一般为有一定风险承受能力、资产规模较大的个人或机构投资者	不确定的社会公众投资者
信息披露要求	信息披露较少，一般只需半年或一年私下向投资者公布投资组合及收益，投资更具隐蔽性	信息披露多，要求定期公开披露详细的投资目标、投资组合等
服务方式	以投资人的个性化需求为导向，投资决策主要体现投资者的意图和要求	投资决策主要基于基金管理公司的风格和策略
监管原则和标准	监管相对宽松，基金运作上有相当高的自由度，较少受监管部门的限制或约束，投资更具灵活	对基金管理人有严格的要求，对基金投资活动有严格的限制
双方关系	投资者可以与基金发起人协商确定基金的投资方向及目标	由基金发起人单方面确定有关事项，投资人被动接受

资料来源：根据陈立主编：《影响未来的中国基金产业》，中国财经经济出版社，2001年版整理。

对于表中所列私募与公募基金的特点，下面分析私募基金所具有的优势和缺点：

1、私募基金的优势

（1）由于私募基金面向少数特定的投资者，其投资目标更具有针对性，能够根据客户的特殊需求提供量身定做的投资服务产品；

（2）相对公募基金，私募基金运作环境较为宽松，受到的限制也较少。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库